

2024年08月31日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 营收稳步增长，经销渠道持续拓展

—祖名股份（003030.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年8月28日，祖名股份发布2024年半年度报告。

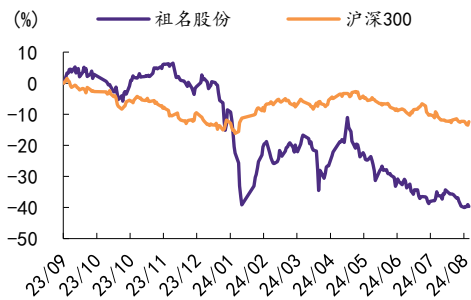
## 投资要点

## 基本数据

2024-08-30

当前股价(元)	12.99
总市值(亿元)	16
总股本(百万股)	125
流通股本(百万股)	81
52周价格范围(元)	12.8-22.94
日均成交额(百万元)	16.57

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《祖名股份（003030）：聚焦区域拓展与渠道转型，双激励彰显信心》2024-04-21
- 《祖名股份（003030）：收入短期承压，整合进行中》2023-10-20
- 《祖名股份（003030）：业绩符合预期，全国化持续扩张》2023-08-25

## ■ 营收持续增长，市场拓展致使费用增加

2024H1 总营收 7.57 亿元（同增 12%），主要系公司持续开发及优化经销商/落实终端市场建设/新产品推广增长所致；归母净利润亏损 0.08 亿元（同减 143%），扣非归母净利润亏损 0.09 亿元（同减 154%）。其中 2024Q2 总营收 3.76 亿元（同增 7%），归母净利润亏损 0.17 亿元（同减 310%），扣非归母净利润亏损 0.18 亿元（同减 338%）。2024H1 毛利率同减 2pct 至 23.78%，销售费用率同增 2pct 至 16.95%，主要系市场拓展、促销等方面费用支出增加所致；管理费用率同增 0.3pct 至 5.17%。综合来看，2024H1 净利率同减 4pct 至 -1.96%。

## ■ 生鲜豆制品高速增长，经销渠道持续拓展

产品上，2024H1 生鲜豆制品/植物蛋白饮品/休闲豆制品/其他的营收分别为 5.15/1.00/0.39/0.83 亿元，分别同增 15%/13%/2%/8%。瓶装豆奶与玉米汁带动植物蛋白饮品收入增长。同时，公司重点开发区域性特色产品，推出有机系列和低嘌呤系列新品，打造满足健康需求的优质产品。渠道上，2024H1 经销模式/直销模式/商超模式的营收分别为 4.92/0.93/1.52 亿元，分别同增 11%/29%/14%。直销模式增长最快，主要系老乡鸡与电商销售收入增加所致。公司积极抢占空白市场，重点拓展扬州区域，在大本营长三角地区加强护城河构建，并采用小配送模式提高销量。截止 2024H1，公司浙江省/江苏省/上海市/其他地区的经销商数量分别为 956/592/199/374 家，较年初净增 51/53/24/80 家。

## ■ 盈利预测

公司逐渐形成以生鲜豆制品为基础、植物蛋白饮品和休闲豆制品为发展重点、其他类产品为补充的产线格局，我们看好公司渠道模式转换后经营效率的提升。根据半年报，我们调整 2024-2026 年 EPS 分别为 0.36/0.45/0.52（前值为 0.38/0.47/0.56）元，当前股价对应 PE 分别为 36/29/25 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、并购不及预期、原材料上涨风险、渠道拓展不及预期、新品推广不及预期、员工持股和股权激励进展低于预期风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,478	1,629	1,777	1,920
增长率（%）	-0.6%	10.2%	9.1%	8.1%
归母净利润（百万元）	40	45	56	65
增长率（%）	5.4%	12.0%	23.1%	17.4%
摊薄每股收益（元）	0.32	0.36	0.45	0.52
ROE（%）	3.8%	4.2%	5.2%	6.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>1,478</b>	<b>1,629</b>	<b>1,777</b>	<b>1,920</b>
现金及现金等价物	195	283	413	522	营业成本	1,075	1,186	1,286	1,383
应收款	179	179	170	168	营业税金及附加	9	11	12	12
存货	80	75	71	73	销售费用	223	248	272	296
其他流动资产	39	11	12	12	管理费用	81	96	107	117
流动资产合计	492	548	666	774	财务费用	19	13	11	8
<b>非流动资产:</b>					研发费用	12	13	14	15
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	335	370	403	436
固定资产	890	1,150	1,201	1,172	资产减值损失	-5	-1	-2	-2
在建工程	532	213	85	34	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	82	77	73	70	投资收益	1	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>53</b>	<b>68</b>	<b>80</b>	<b>91</b>
其他非流动资产	29	29	29	29	加:营业外收入	2	1	2	3
非流动资产合计	1,533	1,470	1,389	1,305	减:营业外支出	5	4	2	1
资产总计	2,025	2,018	2,055	2,079	<b>利润总额</b>	<b>50</b>	<b>65</b>	<b>80</b>	<b>93</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	16	20	25	29
短期借款	209	239	259	269	<b>净利润</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>55</b>	<b>65</b>
应付账款、票据	158	105	107	107	少数股东损益	-6	-1	-1	-1
其他流动负债	238	238	238	238	<b>归母净利润</b>	<b>40</b>	<b>45</b>	<b>56</b>	<b>65</b>
流动负债合计	608	586	608	618					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	248	257	264	269	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	101	101	101	101	营业收入增长率	-0.6%	10.2%	9.1%	8.1%
非流动负债合计	349	358	365	370	归母净利润增长率	5.4%	12.0%	23.1%	17.4%
负债合计	957	944	973	989	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	27.3%	27.2%	27.6%	28.0%
股本	125	125	125	125	四项费用/营收	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%
股东权益	1,068	1,074	1,082	1,091	净利率	2.3%	2.7%	3.1%	3.4%
负债和所有者权益	2,025	2,018	2,055	2,079	ROE	3.8%	4.2%	5.2%	6.0%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	47.3%	46.8%	47.4%	47.5%
净利润	35	45	55	65	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	-6	-1	-1	-1	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
折旧摊销	84	63	81	84	应收账款周转率	8.3	9.1	10.4	11.4
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	13.5	15.9	18.3	19.2
营运资金变动	64	-20	14	1	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	176	87	149	149	EPS	0.32	0.36	0.45	0.52
投资活动现金净流量	-410	59	77	80	P/E	40.1	35.8	29.1	24.8
筹资活动现金净流量	322	0	-20	-41	P/S	1.1	1.0	0.9	0.8
现金流量净额	88	147	206	188	P/B	1.5	1.5	1.5	1.5

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。